

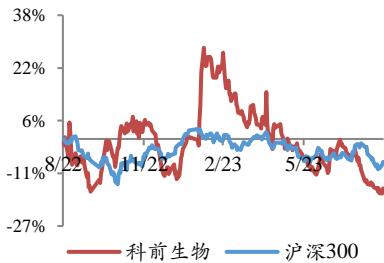
H1 净利同比大增 50.3%，新品助力公司成长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-30

收盘价(元)	20.81
近12个月最高/最低(元)	31.41/20.43
总股本(百万股)	466
流通股本(百万股)	125
流通股比例(%)	26.81
总市值(亿元)	97
流通市值(亿元)	26

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

联系人：万定宇

执业证书号：S0010122030020

邮箱：wandy@hazq.com

相关报告

- 《科前生物(688526.SH)：行业领先猪用疫苗企业，多款联苗新品助力成长》2022-11-30
- 《科前生物(688526)公告点评：Q1 净利同比大增 49.3%，新品助力公司成长》2023-4-18

主要观点：

● 2023H1 公司归母净利润同比增长 50.3%至 2.39 亿元

公司公布 2023 年中报。2023H1，公司实现营业收入 5.32 亿元，同比增长 35.11%，归母净利润 2.39 亿元，同比增长 50.31%。净利率方面，2023H1 净利率为 44.93%，其中，Q1 和 Q2 净利润分别为 1.36 亿元和 1.04 亿元，同比增长 49.3%和 51.6%。分产品看，猪用疫苗收入 4.88 亿元，占比 91.7%，三大单品伪狂、腹泻和圆环是公司收入主要来源，其中，伪狂和腹泻占比均在 30%-35%，圆环占比 13%。分渠道看，直销收入 3.42 亿元，占比 67%，经销收入 1.7 亿元，占比 33%。

● 非瘟疫苗进展顺利，宠物板块取得新突破

公司积极推进非瘟活载体疫苗和亚单位疫苗两条技术路径，6 月发布公告拟与华中农大签订“非洲猪瘟疫苗的研究及开发”项目联合开发协议书，进一步加速非瘟疫苗研发进程。宠物疫苗方面，猫鼻气管炎、猫鼻结膜炎、猫泛白细胞减少症三联灭活疫苗通过应急评审，预计今年底或明年初可以上市销售；猫五联灭活疫苗和犬猫通用的高效狂犬病灭活疫苗即将申报临床试验，宠物疫苗有望为公司业绩提供新增长点。

● 三大单品优势显著，新品圆环 2d 值得期待

①伪狂犬：猪伪狂犬病疫苗是公司主要收入来源，2016-2021 年连续六年市场份额排名第一，公司在研新品猪瘟、猪伪狂犬二联活疫苗（C 株+HB2000 株）和猪伪狂犬病活疫苗（HB-98 株，悬浮培养）等即将进行复核检验。②腹泻苗：上半年收入同比增长约 50%，猪胃肠炎、腹泻二联苗的市场份额连续三年国内排名第一，猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻、猪 δ 冠状病毒三联灭活疫苗（WH-1 株+AJ1102 株+CHN-HN-2014 株）即将进行复核检验，猪流行性腹泻、猪轮状病毒二联灭活疫苗处于兽药注册初审阶段。③圆环苗：猪圆环病毒 2 型重组杆状病毒、猪支原体肺炎二联灭活疫苗（KQ 株+XJ03 株）进入新兽药复核试验阶段，有望于明年上半年上市；猪圆环病毒 2 型、猪链球菌病、支原体肺炎三联灭活疫苗研究进展顺利；猪圆环病毒 2d 型重组杆状病毒灭活疫苗（CH17 株）处于兽药注册初审阶段，有望成为国内第一个上市的圆环 2d 型产品，圆环市场份额有望进一步提升。

● 投资建议

公司是我国兽用疫苗行业龙头企业，三大单品--伪狂犬、腹泻苗、圆环苗市场地位稳固，新上市的圆副二联苗、蓝耳灭活苗，拟上市的猪瘟、猪伪狂二联苗等产品均有望成为公司重要的收入利润增长点。我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 13.4 亿元、16.43 亿元、19.33 亿元，同比增长 33.8%、22.6%、17.7%，对应归母净利润 5.70 亿元、7.38 亿元、8.57 亿元，同比增长 39.1%、

29.6%、16.1%，对应 EPS 分别为 1.22 元、1.58 元、1.84 元，维持“买入”评级。

● **风险提示**

疫苗政策变化；动物疫病；产品研发风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1001	1340	1643	1933
收入同比 (%)	-9.2%	33.8%	22.6%	17.7%
归属母公司净利润	410	570	738	857
净利润同比 (%)	-28.2%	39.1%	29.6%	16.1%
毛利率 (%)	73.6%	76.8%	78.9%	78.9%
ROE (%)	11.7%	14.0%	15.4%	15.1%
每股收益 (元)	0.88	1.22	1.58	1.84
P/E	25.45	17.01	13.13	11.30
P/B	2.99	2.38	2.02	1.71
EV/EBITDA	20.83	11.98	8.73	6.78

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2561	3088	3833	4758	营业收入	1001	1340	1643	1933
现金	456	1047	1676	2470	营业成本	264	311	347	408
应收账款	324	334	409	482	营业税金及附加	7	9	11	13
其他应收款	3	4	4	5	销售费用	160	192	230	276
预付账款	9	22	25	29	管理费用	67	74	81	89
存货	169	200	223	262	财务费用	-63	10	6	2
其他流动资产	1600	1482	1496	1510	资产减值损失	-7	0	0	0
非流动资产	1830	1904	1964	1999	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	7	7	8	10
固定资产	881	902	908	891	营业利润	467	655	848	985
无形资产	60	63	66	69	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	889	939	989	1039	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	4391	4993	5797	6757	利润总额	467	655	848	985
流动负债	624	656	723	826	所得税	57	85	110	128
短期借款	132	132	132	132	净利润	409	570	738	857
应付账款	196	231	258	303	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	296	294	333	391	归属母公司净利润	410	570	738	857
非流动负债	268	268	268	268	EBITDA	493	745	950	1106
长期借款	140	140	140	140	EPS (元)	0.88	1.22	1.58	1.84
其他非流动负债	128	128	128	128					
负债合计	892	924	990	1093					
少数股东权益	2	2	2	2					
股本	466	466	466	466					
资本公积	1135	1135	1135	1135					
留存收益	1896	2465	3203	4060					
归属母公司股东权益	3497	4066	4804	5661					
负债和股东权益	4391	4993	5797	6757					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	424	652	788	952	成长能力				
净利润	410	570	738	857	营业收入	-9.2%	33.8%	22.6%	17.7%
折旧摊销	98	80	96	119	营业利润	-29.4%	40.3%	29.6%	16.1%
财务费用	-48	13	13	13	归属于母公司净利	-28.2%	39.1%	29.6%	16.1%
投资损失	-7	-7	-8	-10	获利能力				
营运资金变动	-74	-3	-51	-27	毛利率 (%)	73.6%	76.8%	78.9%	78.9%
其他经营现金流	530	573	789	884	净利率 (%)	40.9%	42.5%	44.9%	44.3%
投资活动现金流	-637	-48	-147	-145	ROE (%)	11.7%	14.0%	15.4%	15.1%
资本支出	-103	-155	-155	-155	ROIC (%)	9.2%	13.3%	14.6%	14.4%
长期投资	-591	100	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	56	7	8	10	资产负债率 (%)	20.3%	18.5%	17.1%	16.2%
筹资活动现金流	114	-13	-13	-13	净负债比率 (%)	25.5%	22.7%	20.6%	19.3%
短期借款	114	0	0	0	流动比率	4.11	4.70	5.31	5.76
长期借款	140	0	0	0	速动比率	2.47	3.08	3.80	4.39
普通股增加	1	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	21	0	0	0	总资产周转率	0.23	0.27	0.28	0.29
其他筹资现金流	-162	-13	-13	-13	应收账款周转率	3.09	4.01	4.01	4.01
现金净增加额	-100	591	628	794	应付账款周转率	1.35	1.35	1.35	1.35
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.88	1.22	1.58	1.84
					每股经营现金流	0.91	1.40	1.69	2.04
					每股净资产	7.50	8.72	10.31	12.14
					估值比率				
					P/E	25.45	17.01	13.13	11.30
					P/B	2.99	2.38	2.02	1.71
					EV/EBITDA	20.83	11.98	8.73	6.78

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 王莺, 华安证券农业首席分析师, 2012 年水晶球卖方分析师第五名, 2013 年金牛奖评选农业行业入围, 2018 年天眼农业最佳分析师, 2019 年上半年东方财富最佳分析师第二名, 农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖, 2021 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名, 2022 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。